

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### ***Evolución del sector real de la economía española***

De acuerdo con las cifras más recientes de la CNTR, que ya fueron descritas con detalle en el *Boletín Económico* de febrero, en el cuarto trimestre de 2007 prosiguió la moderada desaceleración que la economía española había venido mostrando a lo largo del año. En concreto, el PIB registró un crecimiento interanual del 3,5%, tres décimas inferior al alcanzado en el trimestre precedente<sup>1</sup>. Esta ralentización fue fruto de la menor pujanza de la demanda nacional, parcialmente compensada por una aportación neta algo menos negativa del sector exterior. Desde la óptica de la oferta, el valor añadido bruto perdió empuje en las distintas ramas de actividad, evolución que se manifestó con mayor intensidad en la industria y en la construcción. El empleo redujo su tasa de crecimiento de forma algo más intensa que la actividad, lo que propició que la productividad aparente del trabajo mejorara su ritmo de crecimiento en una décima, hasta el 0,9%.

Los indicadores disponibles más recientes parecen confirmar la tendencia observada desde el comienzo del ejercicio actual hacia una desaceleración algo más pronunciada que la iniciada en 2007. Entre los indicadores relativos al consumo privado, la confianza de los hogares prolongó en los dos primeros meses de 2008 el perfil descendente observado desde agosto del año pasado, con lo que en febrero se situó en el nivel más reducido desde 1994. El debilitamiento de la percepción que tienen los hogares sobre las perspectivas del desempleo y el empeoramiento de sus expectativas acerca de la situación económica general y de su situación financiera explicaron la desfavorable evolución del indicador en febrero. En esta línea cabe encuadrar también el dato del indicador de confianza del comercio minorista, que cayó intensamente en dicho mes, tras el repunte de enero. Por su parte, el índice de comercio al por menor descendió en enero un 1,6% en términos reales, con lo que también prolonga la evolución negativa de los últimos meses. Por último, las matriculaciones de automóviles experimentaron un incremento interanual del 0,7% en febrero, tras la caída del 2,5% en el promedio de diciembre y enero. Cabe recordar que las cifras de esos dos meses se vieron afectadas por la entrada en vigor, al comienzo del año, del nuevo impuesto de matriculación de vehículos, hecho que probablemente no ha tenido ya un impacto apreciable sobre el dato de febrero.

La información que se desprende de los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo parece reflejar también una menor fortaleza de este componente de la demanda. Así, el indicador de disponibilidades muestra, con información hasta enero, una moderación apreciable, como resultado de la notable disminución de las importaciones y del incremento de las exportaciones de estos bienes, ya que, en cambio, su producción creció un 3,7% en ese mes. También el indicador de clima industrial de la industria productora de bienes de equipo retrocedió en enero y febrero, tras los avances observados en los dos últimos meses de 2007.

Por lo que respecta a la construcción, diversos indicadores apuntan hacia una desaceleración más pronunciada de la actividad del sector. En este sentido, tanto los indicadores de empleo como los relativos a consumos intermedios han mostrado al inicio de 2008 una evolución más desfavorable que la observada a finales del año anterior. Entre los primeros cabe destacar el notable crecimiento en febrero del número de parados registrados en las oficinas públicas de

---

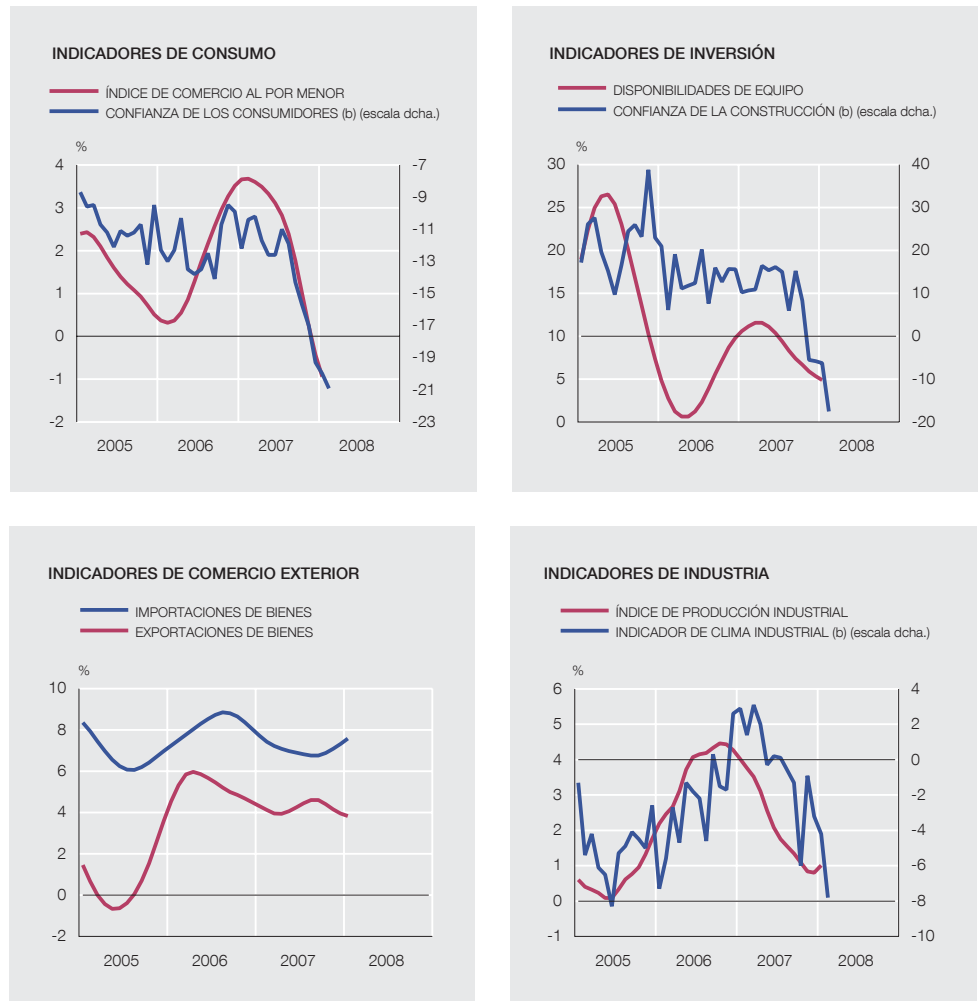
1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y variaciones estacionales. En el caso del empleo, puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

empleo, que aumentaron un 36,1% interanual. De modo análogo, el número de afiliados a la Seguridad Social continuó frenándose, hasta caer un 2,5% interanual. Dentro del segundo grupo de indicadores, el consumo aparente de cemento y el IPI de otros productos minerales no metálicos retrocedieron en enero un 7,9% y un 9,6%, respectivamente, en tasa interanual. En la misma línea, los indicadores adelantados, con información disponible hasta diciembre de 2007, continúan reflejando, en general, una tendencia al debilitamiento. Así, los visados de viviendas nuevas se contrajeron en el último mes del pasado ejercicio a un ritmo del 36,2% (un 25,2% en términos acumulados en el año). En cambio, los visados de edificación no residencial crecieron un 24,8%, aunque disminuyeron casi un 5% en términos acumulados en 2007. A su vez, la licitación oficial de obra civil se redujo un 28%, tasa algo menos negativa que la observada en octubre y noviembre. Por último, el indicador de confianza del sector de la construcción sufrió un fuerte retroceso en febrero, alcanzando su valor mínimo desde agosto de 2002.

De acuerdo con los datos de Aduanas, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes crecieron en enero por debajo de lo que lo hicieron en el cuarto trimestre de 2007, lo que es coherente con la desaceleración del comercio mundial y de la economía española. Las ventas reales de bienes al exterior aumentaron un 3% en enero, frente a la tasa del -2,8% del último mes de 2007. Esta recuperación se explica por el mayor dinamismo de las ventas al exterior de bienes de equipo y de consumo no alimenticio, mientras que las exportaciones de bienes intermedios no energéticos y de consumo alimenticio mostraron una desaceleración. Por áreas geográficas, la mejoría es atribuible al mayor vigor de las ventas extracomunitarias. En la vertiente importadora se produjo una ralentización en enero, tras el fuerte repunte de diciembre, de modo que las compras al exterior crecieron a una tasa interanual del 5,8%, destacando el mayor empuje de las compras de bienes energéticos y la debilidad de las de bienes de equipo, que cayeron un 18,3%, si bien es preciso tener en cuenta que este dato está afectado por el fuerte repunte de las compras de material de transporte naval en enero de 2007. En enero, el déficit comercial experimentó una ampliación del 20,1% en términos nominales, tasa superior a la observada en 2007, si bien se explica en gran parte por el encarecimiento de la energía en dicho mes.

Respecto al turismo, los indicadores referidos al mes de enero mantuvieron un tono moderadamente favorable. Según la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), el gasto nominal de los turistas se aceleró hasta el 5,4% (1,5 pp por encima de la tasa observada en diciembre). El gasto medio por turista se incrementó un 4%, como resultado de un aumento del 3% del gasto medio diario y de un avance del 1% en la estancia media. Además, el número de turistas que visitaron España se incrementó en los dos primeros meses del año un 3,9% en tasa interanual, y el número de pernoctaciones hoteleras de extranjeros aumentó un 3,6% en enero, en ambos casos por encima del ritmo de avance observado en 2007. Finalmente, en el conjunto de 2007, los ingresos nominales por turismo de la Balanza de Pagos aumentaron un 3,7% anual, mientras que los pagos crecieron un 8,3% en ese mismo período. Ambas tasas se encuentran por debajo de las observadas en el conjunto de 2006.

Según las cifras de la Balanza de Pagos correspondientes a diciembre de 2007, la necesidad de financiación de la nación se situó, en términos acumulados para el conjunto del año, en torno a 101 mm de euros, un 29,1% por encima de la cifra registrada en 2006. El déficit por cuenta corriente se elevó el pasado ejercicio hasta 106 mm de euros, en torno a 21 mm más que en el año precedente (lo que supone un incremento del 25,3%). Esta ampliación se debió, sobre todo, al deterioro de la balanza de rentas,

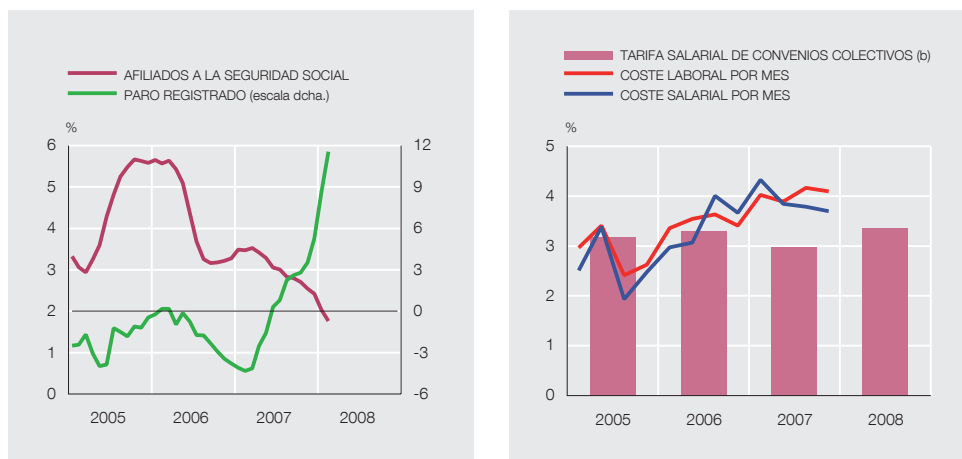


FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.  
b. Nivel de la serie original.

cuyo saldo negativo se incrementó en unos 12 mm de euros (un 56,9% más que en 2006), y al aumento en algo más de 8 mm de euros del déficit de la balanza comercial (un 10,4% por encima de la cifra del año anterior). Además, el déficit de la balanza de transferencias también se acrecentó (en este caso, en torno a 1,5 mm de euros). Por el contrario, el superávit de la balanza de servicios mejoró un 1%, como resultado del aumento del saldo positivo de la rúbrica de turismo y viajes. Finalmente, la cuenta de capital presentó un superávit de 4,8 mm de euros en el conjunto de 2007, un 22% inferior al alcanzado un año antes.

En cuanto a los indicadores referidos a la actividad industrial, el comportamiento del IPI en enero continuó dando muestras de debilidad, aunque en menor medida que en diciembre de 2007, al aumentar un 0,7%, en términos de la serie corregida por el efecto de calendario. Los índices de cifras de negocio y de entradas de pedidos en la industria también se recuperaron en enero, tras la fuerte contracción experimentada en diciembre, al crecer, en términos reales, un 1% y un 0,8%, respectivamente. Entre los indicadores cualitativos, el indicador de confianza de la Comisión Europea retrocedió cuatro puntos en febrero, mientras que el índice PMI de la industria manufacturera registró una caída sustancial, hasta 46,7 puntos, de modo que se



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta febrero de 2008.

alejó del nivel de referencia de 50 puntos que suele interpretarse como la línea divisoria entre la tendencia a la expansión y a la contracción del sector, y que perdió en diciembre de 2007.

En los servicios, los indicadores de opinión presentaron una ligera mejora en febrero, tras el acusado descenso de enero. De este modo, el índice de actividad comercial del sector (PMI) aumentó 1,9 puntos en el segundo mes del año, alcanzando un valor de 46,1, en tanto que el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea recuperó una pequeña parte del descenso de enero, aunque sigue permaneciendo cerca de su mínimo histórico. Además, los indicadores referidos al empleo han mostrado un comportamiento estable, como reflejan las afiliaciones a la Seguridad Social, cuya tasa de crecimiento interanual fue del 2,9% en febrero, frente al 3% correspondiente al último trimestre de 2007.

Los indicadores referidos al conjunto del mercado de trabajo correspondientes al mes de febrero muestran que continúa la desaceleración que se inició el año anterior (véase gráfico 2). Así, los datos de nuevas afiliaciones a la Seguridad Social experimentaron un incremento interanual del 1,6%, tres décimas menos que en enero y ocho por debajo del registro del cuarto trimestre de 2007, mientras que según los datos del INEM la tasa de crecimiento interanual del número de parados registrados repuntó 3 pp, hasta alcanzar el 11,6%.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta febrero de 2008 un superávit de 9.381 millones de euros (0,8% del PIB), inferior a los 12.948 millones de euros (1,2% del PIB) registrados hasta febrero de 2007. Los ingresos experimentaron una disminución del 1,1% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 17,2%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta febrero de 2008 se saldó con un superávit de 3.831 millones de euros, por debajo de los 6.231 millones de los dos primeros meses del año anterior. Tanto los ingresos como los gastos del Estado se desaceleraron en febrero hasta tasas acumuladas del -1,3% y del 7,7%, respectivamente (véase gráfico 3). Conviene recordar, en cualquier caso, que las cifras de estos primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas del comportamiento presupuestario del Estado.



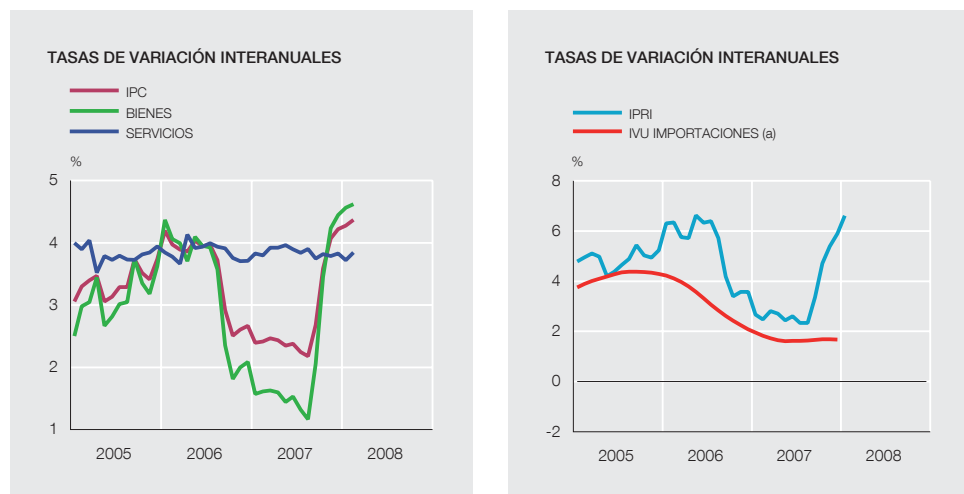
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: febrero de 2008.

## Precios y costes

De acuerdo con la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), los costes laborales moderaron ligeramente su ritmo de avance interanual en el cuarto trimestre de 2007, al crecer un 4,1%, una décima menos que en el trimestre anterior. Por componentes, los costes salariales se ralentizaron en esa misma cuantía, hasta aumentar un 3,7%, mientras que los otros costes se aceleraron, por el contrario, en 0,1 pp, hasta el 5,3%. En el promedio del año 2007, el ritmo de variación interanual de los costes laborales aumentó en cinco décimas frente a 2006, hasta el 4%, que es la tasa más elevada desde 2003. Los datos más recientes sobre negociación colectiva recogen, con información hasta febrero, un incremento de las tarifas salariales del 3,4%, cuatro décimas por encima del crecimiento estimado para 2007. El número de trabajadores afectados por los convenios firmados hasta febrero se sitúa en torno a los 5,3 millones, lo que supone un porcentaje próximo al 50% de la cifra total de trabajadores acogidos a convenios en años precedentes. Por ramas de actividad, los mayores aumentos salariales corresponden a la construcción (3,8%), seguida de la industria y de los servicios (un 3,3% en ambos casos), mientras que en la agricultura los crecimientos fueron algo más moderados (2,9%). Esta evolución de la negociación salarial, junto con el efecto del pago aplazado de las cláusulas de salvaguarda, que se estima en un punto porcentual, anticipa un repunte de los costes laborales en 2008.

En febrero, la tasa interanual del IPC aumentó una décima, hasta el 4,4%, debido al incremento de las tasas de los grupos de productos que integran el IPSEBENE, por lo que, en el caso de este indicador, la aceleración fue mayor —de dos décimas—, hasta situarse en el 3,3% (véase gráfico 4). Dentro de los componentes del IPSEBENE, destaca, por su intensidad, el repunte de los precios de los alimentos elaborados (de 0,4 pp, hasta el 7,4%), en tanto que el ritmo de variación de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos aumentó en una décima, hasta el 3,8% y el 0,2%, respectivamente. Fuera del IPSEBENE, los precios energéticos, que habían venido acelerándose desde el mes de septiembre, mostraron una suave ralentización —de una décima—, hasta alcanzar en febrero una tasa de aumento del 13,3%, mientras que los precios de los alimentos no elaborados disminuyeron su ritmo de variación interanual en tres décimas, hasta el 5,2%. Por lo que respecta al índice armonizado de precios de consumo (IAPC), la tasa interanual se mantuvo en el 4,4%. Dado que, para el agregado de la UEM, este indicador se aceleró una décima, hasta el 3,3%, el diferencial entre



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

la inflación española y la del área del euro se estrechó en esa misma cuantía, situándose en 1,1 pp.

El ritmo de avance interanual del índice general de precios industriales experimentó en febrero un incremento del 6,6%, igual que el observado el mes anterior. Ello se debió al mantenimiento del dinamismo del componente energético (cuyos precios crecieron un 13,3%) y del índice sin energía (cuya tasa se estabilizó en el 5%). Por componentes, aumentaron las tasas de variación de los precios de los bienes intermedios y de consumo duradero, hasta el 6% y el 3,2%, respectivamente, y se redujeron las de los precios de los bienes de equipo y de consumo no duradero, que se situaron, respectivamente, en el 2,5% y el 5,8%.

Finalmente, los precios de las importaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), aumentaron un 5,4% en enero, tras el incremento del 2,1% observado en el conjunto del cuarto trimestre de 2007. Este impulso fue fruto de la aceleración que registraron los precios de sus distintos componentes, y que fue especialmente intensa en el caso de la energía. Los IVU de exportación también intensificaron su crecimiento en enero, mes en que aumentaron un 3,8%, frente a una tasa del 1% en el cuarto trimestre de 2007, como consecuencia de la aceleración que mostraron todos los grupos de bienes, excepto los de consumo alimenticio.

### ***Evolución económica y financiera en la UEM***

La evolución financiera internacional registró un empeoramiento adicional en las primeras semanas de marzo, al recrudecerse las restricciones de liquidez en algunos mercados financieros de Estados Unidos. En este contexto, los flujos de capitales hacia activos seguros (la huida hacia la calidad) se hicieron particularmente intensos, lo que produjo una fuerte reducción de los tipos de interés de negociación de la deuda pública estadounidense —el tipo a dos años cotizó al nivel más bajo de los últimos cincuenta—. Asimismo, el dólar registró una depreciación adicional, que fue muy acusada en su cruce con el euro y con el yen japonés, y las bolsas registraron caídas importantes en sus cotizaciones. En respuesta a esta situación, la Reserva Federal actuó en diferentes frentes: anunció nuevas medidas extraordinarias para proporcionar un volumen más elevado de liquidez a un número mayor de entidades financieras y con una lista de colateral admitido más amplia; respaldó la adquisición del quinto banco de inversión estadounidense —Bear Stearns, en serias dificultades financieras— por parte de la

segunda entidad financiera del país (JP Morgan), con un descuento muy sustancial sobre su último valor contable; y, en su reunión de política monetaria del 18 de marzo, rebajó en 75 pb adicionales los tipos de interés, lo que hizo retornar la calma a los mercados, junto a otras medidas adoptadas en el ámbito del mercado hipotecario. En estas semanas, los mercados emergentes han tendido a moverse en línea con los mercados internacionales, destacando la notable corrección de las bolsas china e india, que hasta hace poco evolucionaban al margen de las turbulencias. Así, el período se salda con ampliaciones generalizadas de los diferenciales de crédito, pérdidas en las bolsas y fuertes oscilaciones en los mercados cambiarios y de materias primas. El precio del petróleo tipo Brent superó nuevamente máximos históricos —por encima de los 106 dólares a mediados de marzo, aunque las oscilaciones fueron muy amplias— por la debilidad del dólar y la negativa de la OPEP a aumentar su producción en su última reunión. Por su parte, el oro, como activo refugio, cotizó por encima de 1.000 dólares la onza.

En Estados Unidos, la estimación de crecimiento del PIB del cuarto trimestre de 2007 se mantuvo en un 0,6% trimestral anualizado, tras la revisión de febrero, frente al 4,9% del trimestre anterior. Los indicadores disponibles en el primer trimestre dibujan un empeoramiento generalizado y acusado de la situación económica. Así, por el lado de la demanda, el gasto en consumo personal se mantuvo constante en los dos últimos meses, las ventas al por menor cayeron en febrero y los indicadores de confianza del consumidor continuaron deteriorándose en marzo. Continúa también la profundización del ajuste en el sector inmobiliario entre enero y marzo, con un deterioro notable de todos los indicadores, salvo las ventas de viviendas de segunda mano, que en febrero aumentaron por primera vez en siete meses. Además, los impagos y embargos de hipotecas aumentaron significativamente en el cuarto trimestre respecto a su tendencia histórica, fundamentalmente por el empeoramiento en el segmento *subprime* a tipo variable. El empleo, que hasta diciembre había presentado cierta resistencia a la ralentización, registró una caída neta de 63.000 efectivos en febrero, a pesar de lo cual la tasa de paro se redujo al 4,8%, debido a la disminución de la fuerza laboral. Por su parte, los indicadores de actividad —la producción industrial y los ISM de manufacturas y servicios— mostraron síntomas de contracción en febrero. El déficit por cuenta corriente se redujo hasta el 5,3% del PIB en el cuarto trimestre, dos décimas menos que en el trimestre anterior. En cuanto a la inflación, la tasa interanual del IPC se redujo del 4,3% al 4% en febrero, mientras que la subyacente se redujo hasta el 2,3% (2,5% previo). El tipo de interés oficial, que ha quedado situado en el 2,25%, ha experimentado un recorte acumulado de 2 pp desde enero, y de 3 pp desde el inicio del ciclo de bajadas, lo que sitúa los tipos reales —tomando como referencia la tasa subyacente— en terreno negativo.

En Japón, el dato final del PIB del cuarto trimestre se revisó dos décimas a la baja, hasta el 3,5% trimestral anualizado, por la menor contribución de la inversión privada. Por otra parte, los indicadores de mayor frecuencia continúan apuntando a la pérdida de vigor de la actividad industrial. Por el lado de la demanda, se mantuvo cierta dualidad entre la evolución positiva de los indicadores de gasto de consumo en enero y el desempeño muy negativo de los indicadores de confianza del consumidor en enero y febrero. El mercado laboral mostró un comportamiento algo más positivo en enero, pues se detuvo el descenso de la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo y se produjo un repunte de los salarios. Por su parte, se afianzaron las señales de que el ajuste del sector de la construcción —como consecuencia de la aplicación de una nueva normativa— podría haber concluido, como ilustra el repunte de los pedidos de la construcción en diciembre y enero. En el ámbito externo, el superávit por cuenta corriente mejoró nuevamente en enero. En cuanto a los precios, la tasa de variación interanual del IPC en enero se mantuvo en el 0,7% para el índice general y en el 0,8% para la subyacente. Por su parte, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,50% en su reunión de política monetaria de marzo.



En el Reino Unido, la revisión de las cifras del cuarto trimestre ha confirmado que el crecimiento del PIB en ese período fue del 2,9%. Los indicadores de mayor frecuencia señalan un menor ritmo de actividad en el primer trimestre, acompañado por una creciente debilidad de la confianza del consumidor, que ha caído en febrero y marzo a niveles similares a la crisis de 1990, a pesar del repunte de las ventas al por menor en febrero. En la misma línea, los precios de la vivienda continuaron cayendo en ese mes, mientras que el mercado laboral mantuvo su dinamismo. En cuanto a los precios, la tasa interanual del IPC aumentó en febrero hasta el 2,5% (desde el 2,2% en enero), como consecuencia del incremento de los precios de la energía, y los precios de producción mantuvieron tasas históricamente elevadas. En este contexto, el Banco de Inglaterra dejó inalterado el tipo de interés oficial en el 5,25% en su reunión del 6 de marzo.

El crecimiento del PIB de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea se elevó hasta el 6,3% interanual en el cuarto trimestre, tres décimas más que en el trimestre anterior. Esta expansión se produjo a pesar de que la actividad se desaceleró en la mayoría de las áreas —especialmente, en los países bálticos y en Hungría—, destacando en sentido contrario el fuerte crecimiento en Eslovaquia (14,3%). La inflación, medida por el índice armonizado, repuntó de nuevo en febrero —salvo en Hungría y en la República Checa—, especialmente en los países bálticos. En este contexto, la política monetaria se endureció en Polonia y en Rumanía. Por otra parte, las perspectivas de calificación crediticia para Hungría pasaron a negativas, como consecuencia, en parte, del fracaso del referéndum para la aprobación de reformas fiscales en ese país. Las monedas que participan en el Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM II) se mantuvieron cercanas a su paridad central, con la excepción de la corona eslovaca, que registra una apreciación cercana al 8%.

En China, el impacto de las adversas condiciones meteorológicas entre finales de enero y principios de febrero —que ocasionaron cortes en el suministro de energía— se reflejó en los indicadores de esos meses. La producción industrial mostró cierta moderación y la inversión en activos fijos registró una ligera flexión respecto al crecimiento del conjunto del año previo. Las ventas al por menor, sin embargo, mantuvieron su fortaleza y las importaciones continuaron creciendo a un ritmo elevado en los dos primeros meses del año, lo que, junto con cierta debilidad de las exportaciones, condujo a que el superávit comercial se situara un 29% por debajo del de los dos primeros meses de 2007. La inflación continuó su tendencia al alza y se situó en el 8,7% interanual en febrero —el máximo registro desde 1996—. Respecto al resto de Asia, en India el PIB se desaceleró al 8,4% en el cuarto trimestre de 2007. Las presiones sobre las tasas de inflación continuaron en la mayoría de países, impulsadas, como en China, por los aumentos de precios de los alimentos y, en algunos países, de la energía.

En América Latina, a falta de la publicación de los datos Colombia, el crecimiento se habría acelerado tres décimas, hasta el 6,1% interanual, en el cuarto trimestre. Contribuyeron a esta aceleración Brasil y Perú, y en menor medida Argentina, mientras que en Chile, Venezuela y México el crecimiento se mantuvo relativamente constante. El crecimiento del conjunto de 2007 se situaría en el 5,7%, acelerándose con respecto al 5,4% en 2006. La inflación de la región se incrementó una décima, hasta el 6%, en febrero, como consecuencia del repunte en la mayoría de los países, con las excepciones de México y Brasil. De este modo, la inflación continúa por encima del objetivo de los respectivos bancos centrales en tres de los cinco países con objetivo de inflación explícito (Chile, Colombia y Perú). Los datos disponibles apuntan a un deterioro de la balanza comercial en el conjunto de la región, particularmente notable en Brasil y México, pero con la excepción de Argentina, que se beneficia del incremento en el precio de sus exportaciones. En México se ha producido una importante reducción de las remesas, como consecuencia del deterioro del entorno exterior, y el gobierno ha planteado un plan de medidas fiscales para hacer

		2007			2008		
		OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	4,4	3,1	1,8	3,6		
	Comercio al por menor (b)	0,8	-0,7	-1,6	0,0		
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	1,0	-3,7	4,0	-1,3	5,8	
	Indicador de confianza de los consumidores	-6,0	-8,0	-9,0	-12,0	-12,0	
	Indicador de confianza industrial	2,0	3,0	2,0	1,0	0,0	
	IAPC (b)	2,6	3,1	3,1	3,2	3,3	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	12,3	12,4	11,6	11,5		
	M1	6,4	6,3	4,1	4,4		
	Crédito a los sectores residentes	9,4	9,2	10,1	10,0		
	AAPP	-4,0	-4,2	-2,3	-2,2		
	Otros sectores residentes	12,4	12,2	12,8	12,7		
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	6,8	6,5	6,2	6,1		
	— Préstamos a sociedades no financieras	13,9	14,0	14,5	14,6		
	EONIA	3,94	4,02	3,88	4,02	4,03	4,07
	EURIBOR a tres meses	4,69	4,64	4,85	4,48	4,36	4,55
	EURIBOR a un año	4,65	4,61	4,79	4,50	4,35	4,54
	Rendimiento bonos a diez años	4,40	4,25	4,38	4,23	4,14	4,09
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,18	-0,04	-0,25	-0,46	-0,37	-0,53
	Tipo de cambio dólar/euro	1,423	1,468	1,457	1,472	1,475	1,545
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	9,2	5,5	4,9	-13,1	-14,0	-19,4

FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Media del mes hasta el día 20 de marzo de 2008.

b. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables, excepto para el IAPC.

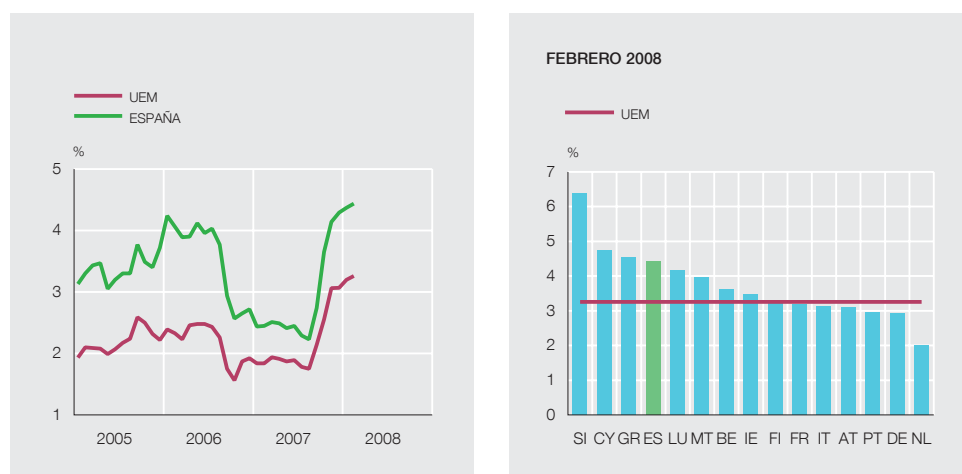
c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipos de cambio se representa en términos medios mensuales.

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 20 de marzo de 2008.

frente a la desaceleración de su demanda externa. En el ámbito de la política monetaria, se incrementó el tipo de interés oficial en 25 pb en Colombia, y se elevaron los encajes bancarios en Perú.

De acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro aumentó un 0,4% en el cuarto trimestre de 2007, tras el 0,7% del trimestre previo. Esta ralentización fue el resultado, fundamentalmente, del descenso de la contribución de la demanda interna, y esta, a su vez, de las caídas de los consumos público y privado. Así, a pesar de que la formación bruta de capital fijo continuó creciendo de forma robusta en los últimos meses del año, la demanda interna redujo su aportación a la expansión del producto en 0,6 pp, hasta los 0,1 pp. Por su parte, la variación de existencias detrajo una décima al crecimiento del producto, tras la contribución positiva de 0,2 pp en el trimestre anterior, mientras que el sector exterior aumentó su aportación en medio punto porcentual (hasta 0,4 pp), como consecuencia de la caída de las importaciones, ya que las exportaciones se desaceleraron en los últimos meses de 2007. En términos interanuales, el avance del producto se situó en el 2,2%, cuatro décimas por debajo del trimestre anterior. En el conjunto del año 2007, el PIB del área registró por segundo año consecutivo una tasa de variación superior al 2,5%. Este resultado positivo se basó en un patrón de crecimiento muy similar al del año anterior, en el que la demanda interna, y en particular la inversión, fue el principal impulsor, ya que el consumo privado se mantuvo débil, a pesar del elevado ritmo de creación de puestos de trabajo.

En el ámbito laboral, de acuerdo con los datos provisionales de Contabilidad Nacional relativos al cuarto trimestre de 2007, el empleo se desaceleró dos décimas, hasta una tasa de



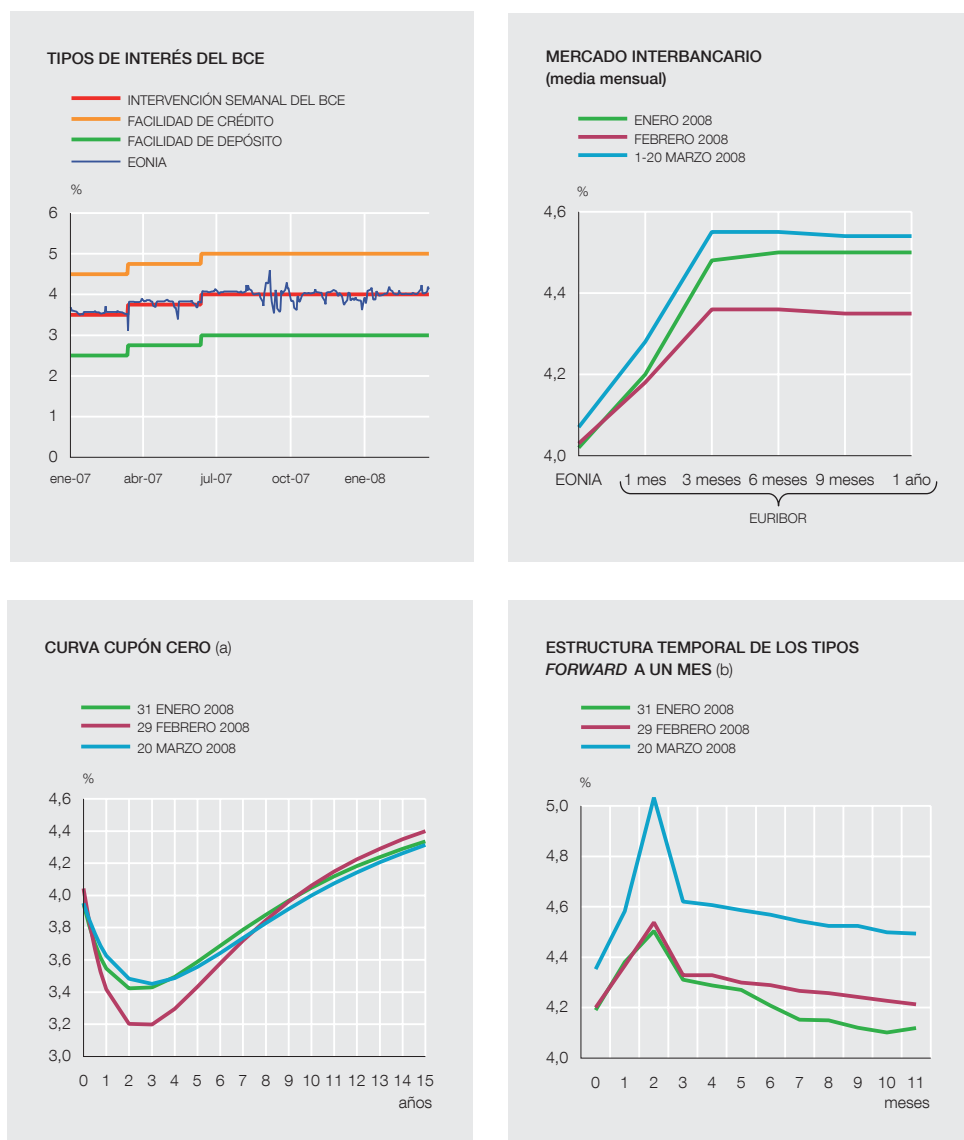
FUENTE: Eurostat.

crecimiento del 1,6% interanual. De esta forma, teniendo en cuenta que la pérdida de dinamismo del PIB fue más intensa, la productividad aparente del trabajo registró una tasa de avance del 0,6%, dos décimas por debajo de lo observado en el trimestre anterior. En el conjunto de 2007, el empleo se expandió un 1,7%, comparado con el 1,5% del año previo.

Los últimos indicadores disponibles sobre la economía del área del euro apuntan, en general, a que la moderación de la actividad se prolongará en los primeros meses del año. En particular, las publicaciones más recientes de organismos internacionales estiman un crecimiento en el primer trimestre que varía entre el 0,3% de la Comisión Europea y el 0,5% de la OCDE.

Por el lado de la oferta, el crecimiento del índice de producción industrial aumentó en enero en 0,6 pp, hasta un 0,7%, lo que, en términos interanuales, se tradujo en una tasa del 3,6% (véase cuadro 1). Sin embargo, todos los indicadores de confianza del sector industrial, de los servicios y de la construcción elaborados por la Comisión Europea empeoraron en febrero y los basados en las encuestas de opinión de los directores de compras, también en marzo, si bien se mantienen en niveles superiores a los 50 puntos, coherentes con el aumento de la actividad. Desde la vertiente de la demanda, en enero, a pesar del aumento intermensual, las ventas minoristas registraron un crecimiento interanual nulo y las matriculaciones de automóviles se desaceleraron en los dos primeros meses del año respecto al último trimestre de 2007. En febrero, de acuerdo con el indicador cualitativo de la Comisión Europea, la confianza de los consumidores se mantuvo inalterada, si bien su nivel se situó por debajo de su media de largo plazo. Respecto a la demanda externa, las señales son mixtas, ya que el indicador de la valoración de la cartera de pedidos exteriores se moderó en febrero, mientras que, según la encuesta trimestral de la Comisión Europea, las expectativas de exportación mejoraron en el primer trimestre de 2008.

En febrero, la inflación del área, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó levemente —una décima, hasta el 3,3% (véase gráfico 5)—. La notable aceleración de los precios de los alimentos elaborados y, en menor medida, de los precios de los bienes industriales no energéticos fue parcialmente compensada por la leve moderación de los precios de los servicios, de los alimentos no elaborados y de la energía. De esta forma, la inflación subyacente del área del euro, medida por el índice IPSEBENE, subió una décima en febrero, hasta el



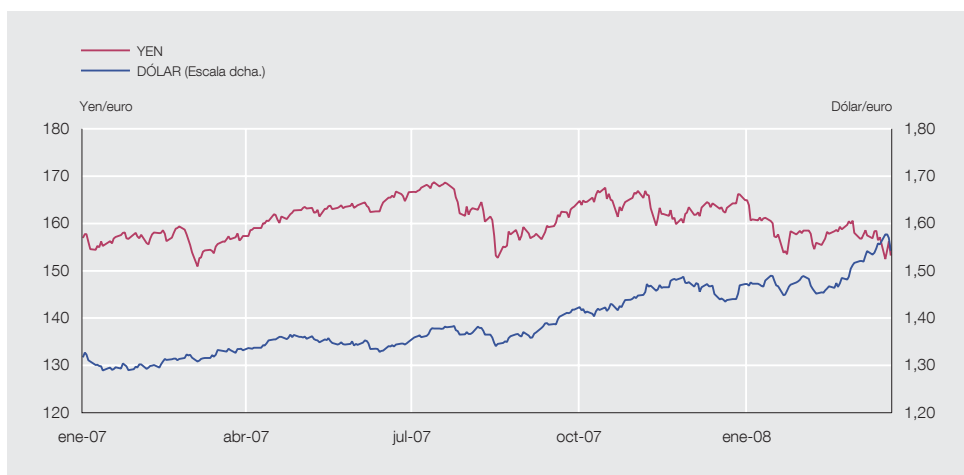
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

b. Estimados con datos del EURIBOR.

2,4%. En cuanto a la evolución de los precios industriales, en enero la tasa de variación interanual del IPRI aumentó siete décimas, hasta el 5%, como consecuencia, principalmente, del dinamismo de los precios energéticos.

En su reunión del 6 de marzo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener los tipos de interés oficiales. En consecuencia, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito permanecieron en el 4%, el 3% y el 5%, respectivamente (véase gráfico 6). Al mismo tiempo, el Consejo manifestó que el actual tono de la política monetaria contribuye a anclar las expectativas de inflación en el medio y largo plazo y reiteró, en el contexto actual de fuertes presiones inflacionistas a corto plazo, su compromiso de prevenir los efectos de segunda vuelta y la materialización de los riesgos sobre el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios. El Consejo también presentó los rangos de las proyecciones de crecimiento y de inflación para 2008 y 2009 elaborados por el BCE en marzo. Así, el intervalo de crecimiento del producto proyectado es de entre un 1,3% y un 2,1%



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

este año, y de entre un 1,3% y un 2,3% en 2009, lo que ha supuesto una revisión a la baja respecto a las proyecciones publicadas en diciembre, debido a una menor demanda mundial, una mayor presión en los precios de las materias primas y unas condiciones financieras menos favorables. Por otro lado, los mayores precios de los alimentos y de la energía respecto al ejercicio anterior han derivado en una revisión al alza de las proyecciones de inflación, de forma que los rangos son del 2,6%-3,2% en 2008 y del 1,5%-2,7% el año próximo. Es importante recordar que estas proyecciones están basadas en una serie de supuestos técnicos, entre los que se incluye la evolución de los tipos de interés a corto de acuerdo con las expectativas del mercado hacia mitad de febrero, momento en el que anticipaban un descenso notable los tipos oficiales del BCE.

En el mercado interbancario, entre febrero y mediados de marzo la curva de rendimientos ha mostrado un desplazamiento al alza en todos los plazos, de forma que el tipo de interés a tres meses ha aumentado unos 20 pb, hasta el 4,6%. Ante las tensiones surgidas en algunos mercados interbancarios, el 11 de marzo los bancos centrales de Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Suiza y la zona del euro anunciaron la puesta en marcha de medidas concertadas similares a las llevadas a cabo en diciembre y enero. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió actuar de forma conjunta con la Reserva Federal, ofreciendo fondos en dólares a las entidades de contrapartida del Eurosistema en una subasta el 25 de marzo, método que se pretende seguir utilizando hasta que las autoridades, en función de las condiciones del mercado, lo juzguen necesario.

En marzo se produjo en los países de la UEM una ampliación de los diferenciales de las rentabilidades a diez años de la deuda pública respecto a la deuda alemana. En media, sin embargo, los tipos de la zona del euro se mantuvieron en el 4,1%. Dado que en Estados Unidos los rendimientos de los activos análogos se redujeron, el diferencial negativo entre este país y la UEM se ha ampliado hasta los 50 pb. En los mercados de renta variable europeos, ha continuado la tendencia descendente de las cotizaciones, con lo que la pérdida acumulada anual del índice Dow Jones EURO STOXX amplio supera el 19%. En los mercados de divisas, la cotización del euro ha prolongado su trayectoria alcista con respecto al dólar, hasta alcanzar máximos históricos. A fecha de cierre de este Boletín, el tipo de cambio del euro se situaba en 1,57 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos efectivos nominales, la divisa europea se ha apreciado, en media, desde enero, aproximadamente un 2%.

		2004	2005	2006	2007		2008		
		DIC	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito para vivienda	3,39	3,46	4,74	5,59	5,53	5,56	...	...
	Crédito para consumo y otros fines	6,27	6,27	7,32	8,41	8,34	8,65	...	...
	Depósitos	1,15	1,23	1,79	2,65	2,72	2,84	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	3,44	3,59	4,77	5,74	5,80	5,64	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,17	2,58	3,69	3,96	4,01	3,85	3,67	3,71
	Deuda pública a cinco años	2,98	3,04	3,78	4,00	4,12	3,86	3,64	3,54
	Deuda pública a diez años	3,64	3,37	3,82	4,25	4,35	4,18	4,14	4,10
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	-0,00	0,03	0,14	0,09	0,13	0,17	0,31
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,29	0,41	0,27	0,57	0,64	0,75	1,09	1,50
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	18,70	20,56	34,49	9,86	5,60	-12,59	-13,16	-14,43

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 20 de marzo de 2008.

b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

d. Medias mensuales.

e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2005.

f. Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

En enero, tanto el agregado monetario M3 como el crédito concedido al sector privado se desaceleraron marginalmente —tan solo una décima—, situándose sus respectivas tasas de variación interanual en el 11,5% y el 12,7%. Atendiendo al desglose según los sectores prestatarios, los préstamos otorgados a las empresas no financieras aumentaron su tasa de avance interanual en una décima, hasta el 14,6%, y los préstamos concedidos a los hogares la mantuvieron en el 6,1%. Entre estos últimos, el mayor dinamismo de los destinados al consumo, cuyo ritmo de expansión aumentó medio punto, hasta el 5,8%, compensó la desaceleración de los destinados a la compra de vivienda, cuya tasa interanual descendió dos décimas, hasta el 6,9%.

### **Evolución financiera en España**

Durante febrero y la parte transcurrida de marzo, continuaron las tensiones en los mercados financieros nacionales e internacionales, registrándose nuevos incrementos de los diferenciales crediticios y retrocesos adicionales de los principales índices bursátiles y de la rentabilidad de los títulos públicos. Por su parte, en enero se moderó la desaceleración tanto de la financiación ajena como de los activos líquidos del sector privado no financiero, experimentando estos últimos incluso un ligero repunte en su tasa de crecimiento. La información provisional correspondiente a febrero indica que los pasivos de los hogares y las sociedades continuaron perdiendo dinamismo, al tiempo que sus activos líquidos mantuvieron un ritmo de avance similar al del mes precedente.

En el mercado de deuda pública, las rentabilidades negociadas en febrero continuaron mostrando la misma trayectoria descendente de los últimos meses, aunque, en la parte transcurrida de marzo, solo se registraron reducciones en los tramos medios y largos de la curva. De este modo, entre los días 1 y 20 de este mes, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en media, en el 3,71% y el 4,10%, respectivamente, lo que representa una disminución de 30 y 25 pb en relación con los correspondientes niveles de diciembre de 2007 (véase cuadro 2).

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, LOS HOGARES E ISFLSH  
Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**  
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2008	2005	2006	2007		2008
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
FINANCIACIÓN TOTAL	2.378,5	15,9	19,1	13,8	12,1	12,6
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.095,2	21,2	24,2	17,0	15,2	15,1
Hogares e ISFLSH	881,0	20,9	19,6	14,2	12,7	12,7
De los cuales:						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	649,3	24,3	20,4	14,7	13,2	12,9
– Crédito para consumo y otros fines (c)	229,9	12,5	17,5	13,0	11,2	12,0
Sociedades no financieras	1.214,2	21,4	27,9	19,1	17,2	16,9
De los cuales:						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	901,7	25,5	29,8	21,2	19,3	18,6
– Valores de renta fija (d)	36,6	23,7	134,3	21,7	18,1	18,3
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	283,3	-3,9	-4,8	-6,5	-7,3	-3,1
Valores a corto plazo	36,9	-10,8	-2,2	1,4	2,3	7,8
Valores a largo plazo	270,6	2,7	-0,3	-4,7	-5,1	-7,7
Créditos – depósitos (f)	-24,2	-16,3	-13,3	-5,2	-6,9	10,7

FUENTE: Banco de España.

a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

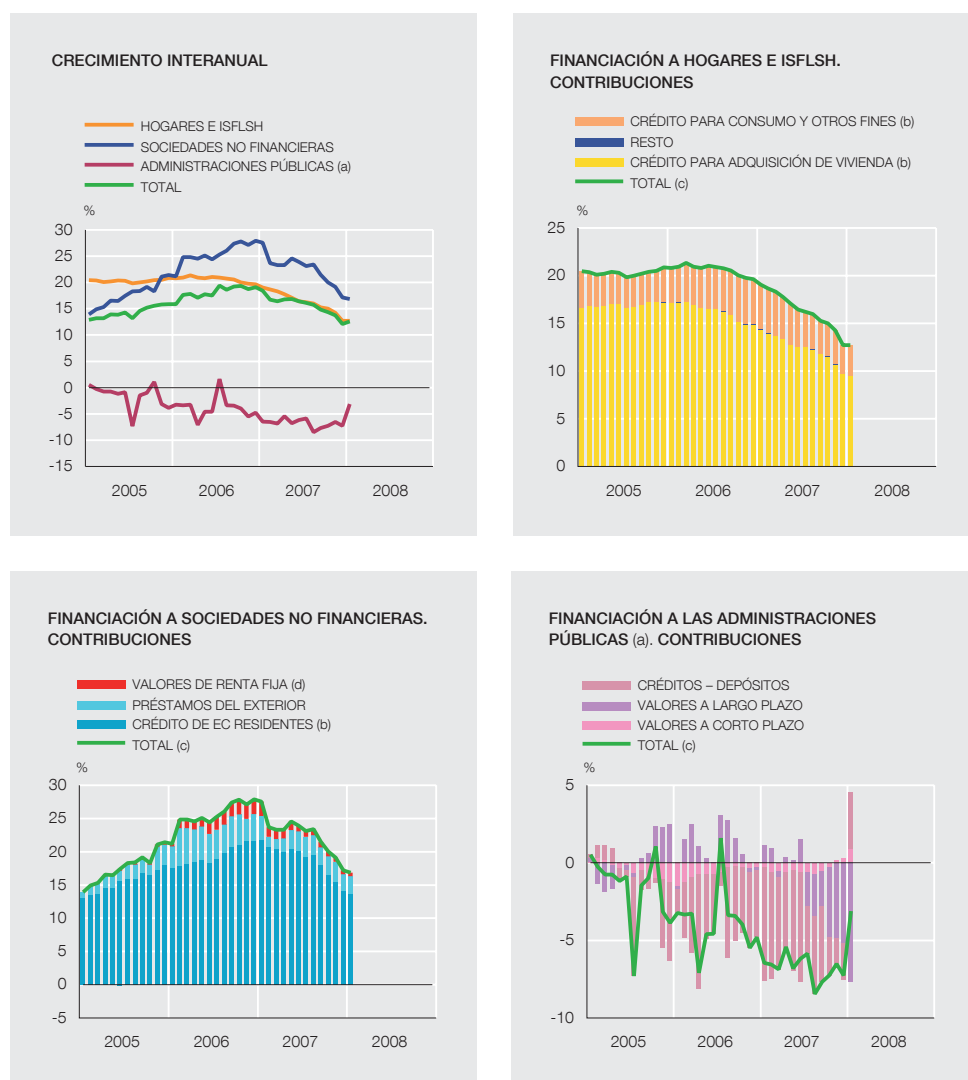
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

f. Variación interanual del saldo.

El diferencial entre la deuda española y la alemana a diez años volvió a aumentar, hasta llegar a los 31 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas siguieron elevándose y alcanzaron los 150 pb.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones registraron nuevos descensos, en un contexto de elevada volatilidad. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba, con respecto a finales de diciembre de 2007, unas pérdidas del 14,4%, evolución más favorable que la del Euro Stoxx amplio de las bolsas de la UEM, pero algo peor que la del S&P 500 de las de Estados Unidos, que, durante el mismo período, experimentaron descensos del 19,4% y del 9,5%, respectivamente.

En enero, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las familias en las operaciones nuevas de activo y pasivo se incrementaron. De este modo, el precio de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines subió hasta el 5,56% y el 8,65%, respectivamente, 3 y 31 pb por encima de los niveles de diciembre, mientras que la remuneración de sus depósitos aumentó en 12 pb, hasta alcanzar el 2,84%. Por su parte, el coste de la financiación bancaria a las sociedades no financieras descendió 16 pb y se situó en el 5,64%.



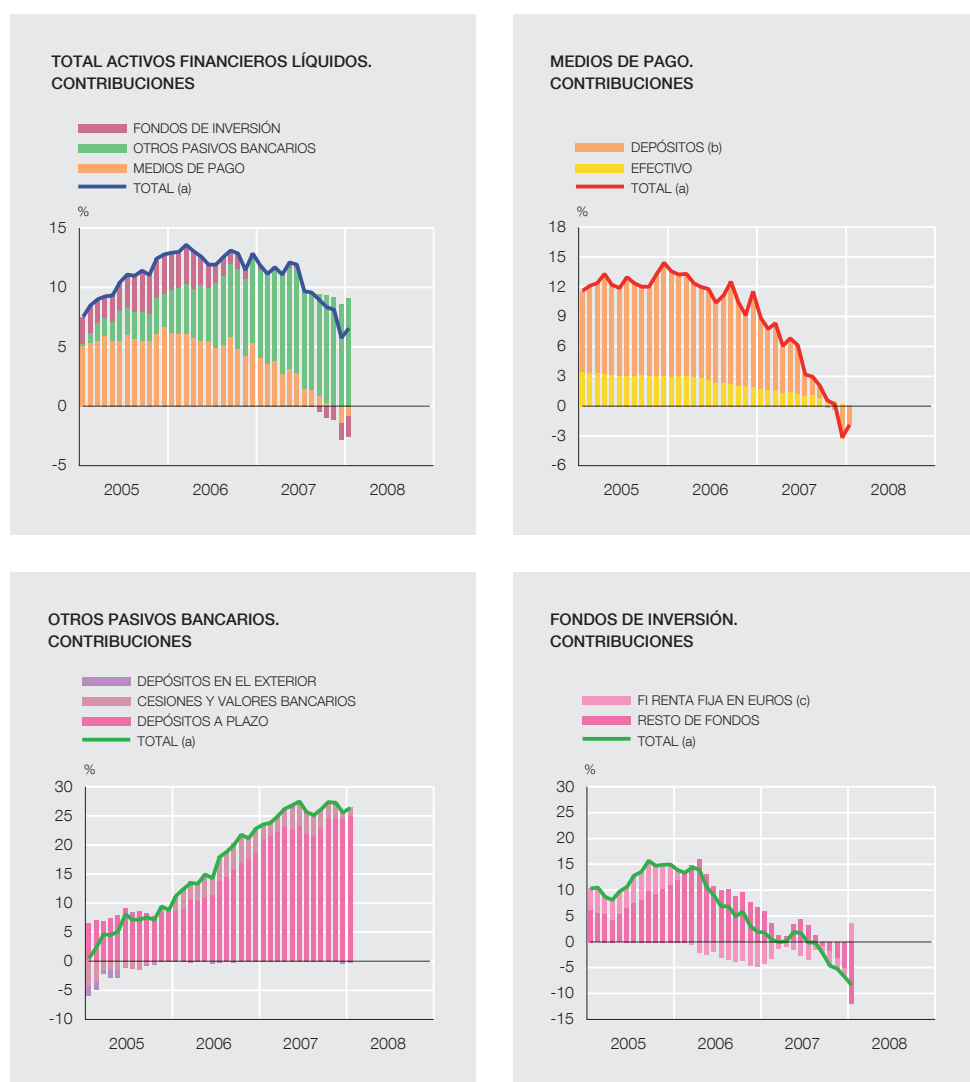
FUENTE: Banco de España.

- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.  
 b. Incluye los créditos titulizados.  
 c. Crecimiento interanual.  
 d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros se aceleró levemente en enero, como resultado de un comportamiento diferenciado de los distintos agentes (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Mientras que, en términos interanuales, la tasa de variación de la deuda de los hogares fue similar a la observada en el mes precedente (alrededor del 13%), los recursos ajenos de las sociedades se desaceleraron ligeramente, registrando una expansión cercana al 17%, y los fondos captados por las Administraciones Públicas, aunque se contrajeron respecto a los obtenidos en el mismo mes del año anterior, lo hicieron a menor ritmo que en diciembre de 2007.

La desagregación por finalidades muestra que durante enero continuó, aunque con menor intensidad, la desaceleración de los préstamos para la adquisición de vivienda, cuyo ritmo de expansión se situó por debajo del 13%. Por su parte, el menor dinamismo de los fondos recibidos por las sociedades no financieras fue el resultado de una nueva ralentización del crédito otorgado por las entidades residentes, que registró un crecimiento interanual inferior al 19%.





FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

De acuerdo con la información provisional disponible, en febrero continuó moderándose la velocidad de avance de la deuda del sector privado.

La tasa de crecimiento interanual de los pasivos netos de las Administraciones Públicas continuó siendo negativa, situándose cerca del -3% en el mes de enero, aunque, en valor absoluto, fue inferior a la registrada en diciembre de 2007. Esta evolución fue consecuencia, en términos acumulados de doce meses, de la amortización neta de deuda a largo plazo, que no fue compensada por el aumento del saldo neto entre créditos y depósitos y la emisión neta de valores del mercado monetario.

La tasa de crecimiento de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares repuntó en enero, tras varios meses mostrando una tendencia descendente. Por instrumentos, mientras que el ritmo de caída de los medios de pago se moderó y los depósitos a plazo experimentaron una ligera aceleración, la tasa de

avance de los fondos de inversión volvió a reducirse (véase gráfico 9). Dentro de estos últimos, los de renta fija en euros contribuyeron positivamente al crecimiento del agregado por primera vez desde comienzos de 2006, al tiempo que las restantes categorías registraron una fuerte desaceleración. La información provisional correspondiente al mes de febrero parece indicar un mantenimiento del dinamismo de los activos líquidos mantenidos por el sector privado.

26.3.2008.